

超低金利政策が意味するもの

——誰がために鐘は鳴る——

村 井 俊 雄

この小論の目的は、1) この低金利政策は景気対策として、効果があったか、2) その意図した効果とは別な副作用がどうであったかを検討することである。

金利政策一般

景気が低迷してくると、学会でも、実業界でも、金利を下げよ、という要請が高まる。人びとは、当然のこととして、この要請を認めている。利子下落は、資本コストを通じて、企業の投資を刺激する。投資の増加は、有効需要を高めるだろうという理解があるからである。しかし、投資の利子弾力性については、早くから、少くとも、企業の投資については、懐疑的であり、実証研究でも、賛否が相半ばしている。投資理論に登場してくる利子率は実質利子率である。ところが、中央銀行が操作できるのは、名目金利である。しかも、短期市場金利である。わが国では、ターゲットとしているのは、インターバンク間のオーバーナイト金利である。このような短期金利では、短期期間内の物価水準は変化なしとみなしてよいから、名目金利と実質金利の区別は必要がない。実質金利＝名目金利－物価上昇率で表されるからである。しかし、企業投資に影響するのは、通常、長期利子率である。長期利子率は、将来の短期利子率の加重平均と流動性プレミアムとの和である。従って、金利引下げ時に成立する長期利子率は、将来の短期利子率の期待に依存する。流動性プレミアムもまた将来の資金調達の難易度の予想に依存するだろう。ニュー・クラシカルスクールの成功は、われわれの意思決定が将来の期待に大きく依存することを学界に定着させた。理論的には全面的に賛成するほかはない。しかし、期待は利子率だけに作用するものではない。それ以外の多くに作用する。例えば、将来の投資機会の予測に、産業構造の変化の透明性や、大きくはグローバルマーケット

の考え方から、世界経済の動きの予測に影響を与えるだろう。長期利子率の形成に、直観的には、多くの賛意をえながら、利子期待仮説の実証研究の諸結果は、利子期待仮説を支持する程のよいものではない。勿論、最近の研究では、企業の設備投資よりも、家計が行う住宅投資や自動車などの耐久消費財支出への影響を重視し、利子率の効果が有効需要の正の方向であること示している。これは、理論的にも実証的にも認めうることである。

一方、かつて支配的であったマネーサプライまたは貨幣供給率成長というターゲッティングは、貨幣需要の点からも、貨幣供給の点からも、ともに需要関数と供給関数の不安定性のために、政策のターゲットとしては不適當とみなされてきた。この原因の大部分は、金融の規制緩和に帰せられる。従って、利子政策を重視せざるを得なかったことは了解できる事である。更に、諸先進国における赤字財政の問題がある。理論的には、リカード・バローの税・国債の同値問題であり、実証的には財政乗数が次第に小さくなって来た。そこで財政政策よりも景気政策として、何等かの政策がとられるとすれば、金融政策のうち、金利政策が主力となって来た。更にクリントン政府の1993年の財政引締政策が、従来の定説に反し、却って景気を浮上させた事実が積極的な財政政策をとることをちゅうちょさせた。このクリントンの政策の成功の理論的理由は次のように述べられている。1. この財政政策が将来も実行されるだろうという信頼が、将来の財政赤字の縮小があり、それによる現在の長期利子率の下落をもたらした。この理論展開の一つはケインズ学派のフロー均衡による主張である。即ち、将来の財政支出の縮少は、将来の短期利子率の下落という合理的期待である。これが、利子の期間構造を通じて、現在の長期利子率を下落させるということである。第2の理論的説明は長期のストック均衡による主張である。即ち、将来の国債の減少期待は、直接に現在の長期利子率の低下をもたらす、という主張である。だが、これらの主張は、次の三つの言葉、信頼性、将来、および期待に大きくかかっているということである。これらは最も検証しにくい事柄である。

わが国でも、景気対策として政府支出に頼る環境にはない。従って、日本銀行の金融政策、とりわけ金利政策に頼らざるを得なかった。

金利政策の波及効果

金利政策の波及効果をしらべるのに、一つの政策目的である国内総生産（GDP）の成長または圧縮に、どのように作用するかをみるのが普通の手続きである。われわれもこれに従おう。

$$Y = C(Y_d) + I(\gamma) + G + NX(e) \quad (1)$$

ここにYは実質国民総生産（GDP）、Cは消費支出を示す。消費支出は可処分所得 Y_d の増加関数である。即ち $C'(Y_d) > 0$ を仮定する。可処分所得 Y_d は通常は税引後の所得として定義される。即ち、税額をTとすれば、 $Y_d = Y - T$ で表される、Tは外生変数、または、平均税率をtとすると、 $T = tY$ で示される。これは処理上大変便利である。即ち、(1)式の変数 Y_d をYの関数に置換えて、変数を一つ減らすことが出来る。理論はすべて単純化を目指すので理解を容易にする。しかし、この単純化の結果、現実には大きな違いをもたらすことが出来る。これは後述しよう。Iは投資額を表わし、実質利子率 γ の減少関数とする。すでに述べたように、企業の設備投資に関して利子率は非弾力的ではないかという疑問がある。しかし、家計の住宅投資や耐久消費財に対する需要がかなり利子弾力的であるという実証研究から、Iの中に住宅投資を含めると、 γ の減少関数という仮定は認めてもよいであろう。Gは政府の財および用役の購入を現わし、財政政策は変化なしとすれば、外生産数として処理できる。NXは純輸出、即ち輸出額から輸入額を引いたものとする。純輸出は、自国の物価水準と外国のそれとに依存する。しかし、ここでは実質為替相場eの関数であるとする。為替相場は外貨建をとる。するとNXはeの減少関数として考えられる。外貨に較べて、円高になれば輸出額は減少し、輸入額が増加する。物価水準も考慮した実質為替相場（外貨建）の関数とし、その減少関数である。式の説明が終わったので、個々の項目についてみることにしよう。

消費支出

ミクロ経済学の下では、利子率の下落は将来財の現在価値が、現在財の価値に比して上昇するから、家計は現在財を選好することになる。しかし、大部分のマクロ経済学では、こと利子率に関する限り、この選好の効果は大きくないというのが一致した意見を

もっている。従って、利子率の変化により、消費支出は大きな影響はないと考えられる。家計の行動が消費支出に代表されると、家計は低金利により、消費支出を増加することはない、と考えてよい。というのは消費支出の大部分は経常的（current）なものであるから、圧縮したり、将来財の先取りをすることが困難な事柄だからである。しかし、耐久消費財や住宅需要はこれと異なってくる。耐久消費財は、統計上も消費財として取扱われるが、J.R.ヒックスのいうように、一回限りの使用（one-used goods）で消滅するものではない。そこで将来の使用も可能となると、若干投資財的な性格を帯びることになる。すると、若干利子率の影響を受ける。利子率とは異なるけれども、消費税の3%から5%への上昇が予測された時、いわゆる駆け込み需要があったことと同じである。将来財の価格が現在財価格に比し相対的上昇があると見込まれたからである。しかし、将来時点での耐久消費財の需要の減少を考慮し、その将来時点迄、フロー需要の期間を延ばして考えれば、耐久財需要は平均化され影響は大きく削減されるだろう。しかし、住宅需要となると、期間が長くなるので利子率の影響は可成り大きなものとなる。例えば、住宅ローンで住宅を購入することになれば、利子率の低下前に予測されたキャッシュ・フロー・アウトは利子率の低下後（固定利子率を仮定すれば、）のキャッシュ・フロー・アウトの現在価値に比較して高いものになるそこで低利子率の下では、住宅需要は増加する。この支出は、企業の設備投資とは異なるけれども、投資支出として扱う方が適切である。通常の統計処理は、この住宅投資は投資支出一般に含まれる。

ここまでの議論の進行の経過から、われわれは、ストック量を考えなければならないだろう。よく言われる富効果の問題である。消費支出は可処分所得のみに依存するのではなく、富の増加と正の方向で消費支出に作用する。即ち富の増加は、消費支出の増加をもたらす。そこで、利子率の変化と富の変化との関係を考察する必要がでてくる。富とは、将来の用役または所得を産みだすものをいう。従って富の価値は、将来用役または将来所得の現在価値である。時間が入ってくると、利子率の影響が表われる。将来用役と将来所得の二つを現在の用役と現在所得とを比較するためには、通常割引率という工夫を経済学は産みだした。割引率は1プラス利子率の逆数である。それによって現在価値を定めている。だから富の価値は、財務論的表現を用いると、将来のキャッシュ・フローの割引現在価値である。従って、富の価値は利子率の変化と負の方向で変化する。即ち、利子率の低下は、富の価値を上昇させる。そこで、利子率の低下→富の価値の上昇→消費支出の増加、とう定型化された結論をもたらす。問題はこの論理的な連鎖の恒真性である。その例として、しばしば、あげられるのが永久公債（perpetuity）である。

確定利付きで、元本の返済はないが市場での取引が行われ、その所有者は何時でも時価で、投資額を回収できる。市場が十分に効率的に作用していれば、その永久公債（英国ではコニソル公債として実在している）の価値はまさに支払われる利息額の現在価値の無限の期間の和である。従って、利子率の下落は、この公債の価格を上昇させる。そこで富の価値上昇が結果として表われる。富の増加は消費に影響を与え、消費支出の増加となる。永久公債またはコンソル公債ではなくとも、利子率の低下はかなり長期の債券の価格の上昇をもたらす。株式市場においても、同様のことが言えそうである。例えば、米国ニューヨーク株式市場での株価の高騰が、一時連銀理事会が、過度な投機の結果であると判断して、グリーンズパーン議長は利子率の引上げを示唆した。それにより、ニューヨーク証券取引所での株価の過度な上昇を押さえようとした。株価と利子率との関係は、債券価格と利子率程直接ではないが、利子率の方向と負の關係に株価はあると考えてよい。すると、ここでも富効果が消費支出に表われる。問題は消費支出の主たる主体である家計が、どれだけの金融資産を保有しているかにかかってくる。金融資産の規模の大きさが、富効果の大きさをきめるだろう。わが国の家計の貯蓄額は、金融資産として、平成9年3月現在で1,200兆円と見積もられていた。すると、もし、上述の論理的連鎖が成立するならば、かなりの富効果が働いた筈である。従って、消費支出の増加が総需要（1式）に作用することになる。しかし、わが国の家計の保有金融資産の内訳をみると、金融資産の約85%が利子率の変化により影響を受けない現金と金融機関預金、信託、保険の形をとっている。信託は投資信託ではなく、貸付信託および金銭信託であり、投資信託は投資信託受益証券として、証券保有に分類される。そうすると、家計の保有する金融資産は価値が固定された金融資産であり、利子率の下落により、その価値が殆んど影響ない形で保有されていることになる。即ち家計の保有する金融資産は、利子率による価値の変化を受けない。利子率の低下→富の価値の上昇→消費支出の増加という連鎖は作用しないことになる。従って、利子率の低下による、富効果を通じての消費支出の増加は期待薄となる。一方、現金・通貨性預金と定期性預金等および保険年金の金融資産合計に対する比率は、87.6%（国際比較統計、1996）となる。利子率低下によるこれら資産がうける効果は、富効果の逆となる家計にとって、利子率の低下は金融資産による所得の減少となる。大ざっぱに言って、1,200兆の金融資産の中、固定的な資産価値をもつ金融資産は、約1,000兆円である。今仮りに、平均して2%の金利低下を仮定すると、約20兆円の可処分所得の低下となる。平均消費性向を85%とすると、17兆円の消費支出の減少となり、消費支出は、12.4%の有価証券の保有に対して、多少

のキャピタル・ゲインがあったとしても、相殺して余りある消費支出の減少となるだろう。よって、利子率の低下により、消費支出全体は減少するとみなしてよいだろう。ちなみに、米国での家計の有価証券保有比率は35.9%であり、米国での富効果はその主張の根拠をもつ。しかしわが国の家計の金融資産保有の構造が大きく異なることに着目すべきである。従って、利子率低下の消費支出の効果の連鎖は、利子率の低下→可処分所得の下落→消費支出の減少という傾向の方が大きく作用する傾向をもつ。

投資支出

今までの文脈から、予想されるように、われは(1)式の $C(Y_d)$ 、 $I(\gamma)$ 、 G および $NX(e)$ をそれぞれ家計、企業、政府および海外のセクターの行動として説明してきた。そこで投資活動を主として企業の設備と考えてもよいが、すでに述べたように、投資支出のうちに、家計の住宅建設の支出も加えることにする。(1)式は厳密には主体の行動よりも、支出の分類として示められている。利子率の低下は、減少した利息支払分だけ、住宅支出のキャッシュ・フロー・アウトを低める効果がある。従って、住宅建設の誘因を刺激することになる。だから、投資支出を増加する傾向がある。更に、利子率の低下は、即ち保有する金融資産に比べて、実物価値(住宅サービスの価値の現在価値)を高めるから、資産の代替生じうる。勿論、支払利息は低下した利子率で計算され変化しないという仮定がとられている。

一方、企業の投資活動はどうであろうか。企業の投資支出の増加に影響するのは長期利子率である。長期利子率は、理論的には将来の短期利子率の加重平均と期間プレミアムの和である。日銀が影響を与えるのは現在の短期利子率だから、将来の短期利子率は、日銀が将来の短期利子率を低めに行動するという期待に依存する。これが、すぐには企業の投資支出に影響しない理由である。しかも、将来の景気動向の見通しにも依存する。日銀の低金利政策が有効に作用し、将来の景気動向の見通しが明るいものと判断し、且つ低金利政策が将来も堅持されると市場が受取ることである。古くから言われているように、馬を水呑場につれて行くことは可能である。しかし、水を呑むかどうかは、馬自身の意志である。これは、金利政策の有効性に関する包括的な結論である。資本コストの低減は、十分な投資機会と意欲がなければ、景気刺激にはならない。あくまでも、環境づくりという間接効果しかない。しかし、わが国では金利政策はかなりの効果をあげてきたと考えられている。投資機会の十分存在した高度成長期は別として、安定成長期になつても、金利政策の効果があると考えられてきた。そのメカニズムはどうだろうか。

利子率が投資支出に作用するのは、実質長期金利である、というのは学界の定説である。短期金利が実質長期金利に作用するには、ここでも、期待、将来および中央銀行の政策に対する信頼にかかっている。中央銀行の短期金利の操作が、つねに、信頼、将来期待という測定のむづかしいものに、都合よく作用して、実質長期金利の低下に結びつけてきたのだろうが、これを信ずることは余りも楽天的すぎる。別の要因がなかったか。より制度的な支払慣習の中の理由を求めることができる。しかし、実証研究の結果ではないので、あくまでも筆者の推測である。

わが国の支払制度は、最近はかなり変ってきたが、約束手形の振出しによって行われている。債務者が約束手形を振出し、債権者がこれを受取り、銀行でこれを割引くという方式である。割引金利は、日銀の誘導するマネー・マーケットの金利と強いつながりがある。企業にとっては、経常的な金融費用の節約が日銀の低金利政策によって生ずる。営業収益が変化しないとすると、金融費用の削減部分だけ、営業税引前収益は増加する。従って、企業の利用できる内部資金の増加がおりうる。内部資金の増加は、投資支出の増加のマイナス要因ではない。企業の財務内容を構成する流動性の良化という効果をもつ。これが直ちに、投資支出の増加につながるには景気回復の見込みを必要とする。病人にとって体質改善は運動開始の必要条件ではあるが、十分条件ではない。バブル崩壊後の不良債権の除却ということもあり得る。バランス・シート上は不良資産の減少とそれと同額だけの現金の増加があり、純資産の減少により貸方で調整される。よく言われる産業構造の変化に対して、透明度の悪い景気見通しに対処する企業の財務上の行動であるかも知れない。こうなると、企業の投資支出の増加は、短期金利の低下により直ちに生じえないということになる。1993年からの長い投資支出の減少は、設備の老朽化をもたらす。すると取換え投資支出が生ずる。これが極めて緩やかな企業の設備投資の増加をもたらすことになる。だが消費支出の回復はない。すると活発な投資回復につながらない。しかし、低金利政策は企業の財務内容の改善には貢献したことは間違いない。次の飛躍への支障はなくなることになる。普通の景気の局面では低金利政策は有効たりえた。

われわれの図式(1)では、金融機関が陽表的に入ってはいない。しかし、入れるとしたら、 $I(\gamma)$ の箇所だろう。金融機関は、銀行をその代表ととして説明しても、大きな誤りはないだろう。銀行は預金金利と貸出金利およびその保有証券の金利との差によって営業が支えられている。ノン・バンクの場合には預金の代わりに借入れ金利が用いられるだけである。今、マネー・マーケットの金利が下がったとすると、預金金利がすぐ

と下げられる。わが国では、そのシグナルとして公定歩合の引下げを取ると、預金金利の引下げが連動する。銀行にとっては、預金金利の引下げは資金コストの引下げである。銀行の金融上での役割は短期の資金の長期化である。証券の流通市場は長期資金の短期化がその役割である。すると、貸出残高は過去の行為の結果である。この引下げにより貸出金利と預金金利のスプレッドは広がることになる。貸出金利が全体として下がるのは、すべての貸出残高が、新らたな低金利に修正される遅れが経過した後である。その過程では、貸出金利と預金金利の差が最終的にはノーマルな水準には到るものの、ウィンドホールの利益が上昇する。金利が引継き下げられる場合には、一時的現象の継続は大幅な利益上昇を銀行は享受することになる。これが一時期、不況下の銀行の経営利益の上昇をもたらした。しかし銀行は、バブル崩壊後の不良債権の除却に、この経常利益の増加分を用いた。そして、金融機関の体質改善を実行した。確かに、金融機関の財務内容の悪化は金融不安の原因となる。財務内容の改善は、金融不安の除去、金融秩序の回復に役立った。しかし、その過程では、積極的な貸出の増加があった訳でもない。従って、Iの増加を支えたとはいえない。

政府購入（支出）

景気対策上での財政支出の増加は、財政の累積赤字のため、最近はその効果を期待する程の規模ではない。更に、近年各国ともに財政乗数が小さくなっている。従って、景気対策としての財政は、その主座を金融政策に譲っているのが、世界的な傾向である。ここでは、金利政策の効果が主題であるので、これが何らかの影響をもつ政府債務残高について述べることにしよう。政府債務残高は300兆円と考えてよいであろう。その平均満期は6年といわれる。すると毎年50兆円が借替えられることになる。金利の低下は当然、新規債および純粹の借替債務に作用する国債の利回りは、今仮りに、少く見積って2%と前述の数値を採用したとしても、政府の国債費は、毎年1兆円の節約をもたらしている筈である。実際、1991年以降、国債費は減少している。低金利政策の恩恵(?)を政府部門もうけていることになる。

純輸出

海外部門では焦点を、純輸出に合わせよう。純輸出は実質為替相場の関数として表現してきた。実質為替相場 e は外貨建てで表示されているので、純輸出は為替相場 e の減少関数である。外貨建てで e が上昇するということは、海外の競争財に対して、相対的にわ

が国の貿易財の価格が高くなる。従って、その他の事情が等しければ、純輸出は減少する。貿易収支の悪化を意味する。 e が下落すれば、その逆となる。通常表示される為替相場は名目為替相場である。例えば1ドル120円というのがそれである。日本から見れば、1ドルの価格が120円である。日本円で表示されているから、邦貨建という。しかし、米国からみると、この相場の建て方は外貨（日本円）で表示されているのでこの表示は外貨建である。又英国ポンドは例えば1ポンドは1ドル46セントと表示されるが、米国からみれば邦貨建で、英国からみると外貨建になる。名目為替相場を ϵ で表現する

と、 $e = \epsilon \times \frac{P}{P^*}$ となる。ここに P は自国の物価水準で、 P^* は外国の物価水準を示す。

$\epsilon \times P$ で自国の物価水準で示された価格を外国の通貨の呼称に直したものである。それを外国の物価水準 P^* で割って、実質価格に直すと $\epsilon \times P/P^*$ となる。これは定義から、 e だから e は外貨建の実質為替相場となる。最近、各国の中央銀行の努力により、インフレーション率は安定してきている。各国の通貨価値（国内）の安定を中央銀行の最重要政策としている。安定インフレーション率を中央銀行のターゲットとして用いられる国が、米国、日本を除く先進国の中で多くなりつつある。このターゲットはinflation rate targetingと呼ばれている。陽表的に、これをターゲットにしているとは表明しなくても、多くの国は物価安定に対して十分な考慮を払っているのが普通である。従って、多くの国々で P が安定してくると、 P^* もその国の一つであるから P/P^* は可成り安定した定数となる。すると、各国為替相場と実質為替相場とは定数 P/P^* を係数とした比例関係になる。そこで議論を簡単化するために、ここでは、名目為替相場と実質為替相場とは平行な関係として取扱う。こうすることによって、普通市場で成立する名目為替相場の変化の方向が実質為替相場の方向と同じになる。よって議論が極めて簡単になる、特に短期の場合はそうである。しかし、われわれは、各国の物価水準の変動がないと主張しているのではない。

特に、 $NX(e)$ を考えると、純輸出 NX は e に対して直ちに敏感に反応せず、可成り遅れをもって反応するJカーブ効果も考慮しなければならない。期間の問題は経済分析に厄介な問題をもちこむ。現実の問題を取扱う場合は常に遅れ（lag）を無視できない。そこで期間を、遅れた反応がすべて反応し終る期間を揺ることになり、この問題を回避しよう。理論的に、仮定によって、問題を回避しえても、現実には回避しえないことを承知の上で議論を進めて、見通しをよくしよう。

われわれの目的は低金利政策が、単純化された純輸出への効果をみることである。従

って、純輸出関数の変数 e に、どのように政策変数利子率 γ が作用するかを見ればよい。純輸出はあくまで従属変数である。(1) 式の体系の下では、 e は外生変数である。外生変数、内生変数は、モデルの採択によってそのいずれであるかが決ってくる。その採択が妥当かどうかは、その説明力に依存する。モデルは説明のために採用された一つの理論上の虚構である。弁解はこれぐらいにして、先に進もう。

国際的な取引では、財及び用役の取引だけでなく、金融取引も一つの部分を構成している。金融取引は国際化によって、著るしい発展を遂げてきた。ヒックス (J. R) によると、国際取引とは、異った通貨をもつ国の間での取引と定義している。資金の取引を金融取引と考える、国際間の金融取引は、異った通貨をもつ国の経済主体間の資金の取引である。その取引では、必ず、異った通貨間の取引が内包されている。そこで、為替相場は異った通貨の交換比率だから、国際間の金融取引は必然的に為替相場に影響をもつ。しかも、財および用役と異って、空間または距離、従って時間の制約を受けない。瞬時に為替相場に反映する。その上、その額は財および用役の取引は 1 日 1 兆ドルを超えるといわれている。

超低利政策により、1991 年より 1995 年迄に、公定歩合は 9 回にわたり単調に引下げられ、現在もその 0.5 % の水準が維持されている。長期金利も、例えば米国との金利差は、91 年以来、大体 2 ~ 3 % の間を保ったままである。現在のように、世界の資本市場が比較的効率的に組織されている場合には、理論的には、日本の低金利政策は、他の事情が等しければ、資本の流出が利子差を求めて、生ずる筈である。その結果、為替相場は下落する筈である。しかし、95 年の半ばぐらい迄は対米ドル・レートは一本調子に上昇した。これは、為替相場は利子差のみの関数ではないこと示している。当然のことながら、為替リスクが作用している。為替リスクは、当事国の経済の見通しに対する期待が反映されている。96 年以降は、対米為替相場は円安の方向に向かって反転しだした。このことは為替相場に影響する多くの要因の中で、わが国の諸外国に比べての低金利の要因が他の要因を超える力を持ったことは否定できないであろう。従って、利子率の低下→為替相場の下落→純輸出の増加という図式を、現実支持したことを示しているとみてよいだろう。金融政策の効果は長いラグとそのラグの不安定性を持つと、ミルトン・フリードマンの指摘以来学会ではこの指摘が支持されてきた。しかし低金利政策を揺って 5 年のラグは長いと主張できないこともない。5 ~ 6 年の間に多くの事が起りうる。この問題はなお研究の余地があるだろう。しかし、金利格差は、為替相場の水準に作用し、純輸出と逆方向に作用することは確かな事である。そこで、われわれも

低金利政策が為替相場を通じて純輸出を増加させたともみなしてもよいと思う。

以上、我々は（１）式を総需要を表わすものと暗黙に仮定してきた。これは理論的に許されることだろうか。

む す び

初歩的なテキストの手続きでは、（１）式は $Y-\gamma$ 平面でのIS曲線であり、総需要に到るには同平面でのLM曲線を必要としする。すでに述べたように、最近では、貨幣需要関数、貨幣供給関数の不安定性のために、LM曲線を用いることを躊躇する傾向がある。それが多くの国でマネサプライ・ターゲットまたは貨幣成長率をターゲットにすることが中止された理由である。貨幣供給関数の不安定性は大きく、最近の金融自由化に原因があるといわれている。これは経済そのものの問題であった、理論、即ちたとえば流動性選好説の問題ではない。しかし、理論は現実の経済を説明するためのものであれば、現実を説明しえない理論モデルは、その価値を大きく失う。すると問題は、貨幣供給関数の不安定は、金融自由化による一時的な現象か、あるいは恒久的な現象なのかということになる。私は結論をもたない。

だが、ここでのわれわれがしなければならない事柄は総需要の導出である。IS-LMモデルでは、 $Y-\gamma$ 平面に財の需給均衡をもたらす (Y, γ) 関係式と貨幣の需給均衡をもたらす (Y, γ) 関係式の連立方程式の解として、短期均衡点を求めている。この均衡点は実質貨幣供給 (M/P) に依存している。 M が固定できるならば、即ち各国貨幣供給が固定できるならば、物価水準 P の関数として (Y, P) 平面で総需要関数を導出する。 M が外生変数として取扱えるならば、何処からか、総供給関数 $(YとPの関数)$ をもってくれば、短期的に、総供給関数と総需要関数により、また M を外生化して、内生変数 $(YとP)$ を解くことができる。すると変数は内生が外生を問わなければ、 (Y, P, γ, M) の４つとなる。為替相場 e が残るが γ の関数とする。大変強引な仮定をおく。もし景気対策、即ち Y の増加を意図するとき、 P （ P^* も含む）外生変数、 M は γ の関数、 γ は外生変数（政策変数）とすれば Y が決定される。即ち Y は γ のみ関数になる。こういう説明をしてきたのである。決して、新しいマクロ経済モデルを構築しようとおしたのではない。単に、超低金利政策が Y を引き上げたかどうかを検討できるような形で述べ、更に、 Y の構成を家計、企業（金融期間を含む）、政府および海外の部門で見通しただけである。

果して、Yの増加があったか、経済企画庁および日銀は、緩かな景気回復の基調があり、企業の設備投資も僅かだが増加しつつあり、住宅建設も増加していると言いつつも極めて歯切れが悪い。NXは増加した。だがわが国の貿易黒字は、常に諸外国との間の貿易摩擦を産みだす。総体的にみると、長期にわたる超低利政策にしては、その効果はあったとしてもごく僅かであった。少くとも、この利子政策の結果だと誇りうる程のものとはいえない。

次にこの小論のもつ一つの目的であるその副作用はどうだろうか。このことは、各部門のところで触れたように、直裁に述べると、家計の負担で、企業の体質改善と金融機関の健全化が行われた。すべての政策では、必ずといっていい程に生ずる所得の再分配が働くが、この超低金利政策も例外ではない。家計の保有する1,200兆円を超える金融資産に対する乗数が、“超”という修飾語のため、一われわれの例では2%としたが一、そのマイナス効果を大きくした。通産省はまず企業のことを考え、労働省は労働者の雇用を、日銀は金融秩序の健全化が考慮の大部分を占める。これは止むを得ない傾向である。だがこの課税によらない所得再分配は公正であったろうか。公正(fairness)の問題は経済学の領域を超えるものを含んでいる。経済学が持つ補償理論はこれを解決する程の成熟さを持っていない。少しく経済学を知り、または実務の経験をした者ならば、不況ならば、財政政策が採れない時、金融政策しかなく、そして金利の引下げは当然のことと主張するだろう。だが、この主張が正しいのは、経済学の教室の中だけの話である。政策が、すべてと言ってよい程、その政策により、利益を受けるものと、不利益を受けるものが生ずるならば、止むを得ない公正の犠牲は、受容性をもつ程度に限られるべきかも知れない。今度の超低金利政策は、この受容性の範囲内であったろうか。

注 この小論は1997年3月金融学会中部会で報告したものを若干加筆したものである。